

米国の不動産市況：「バブルではない」

「米国経済のアキレス腱」、「米国不動産バブル崩壊の危機」、「住宅が支える好循環：低金利下、膨らむリスク」、等々、日本のメディアが米国不動産価格の高騰を「問題視」しています。その背景に自らの経験、即ち、1990年代初頭から10年間に亘り下げ続けた日本の不動産市況と重ね合わせ、それが生み出した金融危機に想いを馳せるところがあると思われます。

米国内でもメディアが不動産市況を「バブル」と表現し、グリーンSPAN連銀議長の利上げの背景に「不動産バブル」拡大防止があるとしています。

去る4月にロサンゼルスで開かれたミルケン研究所・グローバル・コンファレンスでも米国不動産市況がテーマのひとつで、「Real Estate: Investing for the Future」と題するパネル・ディスカッションの中で「不動産バブル」が論じられています。しかし、パネリストは「不動産価格の上昇は需給が非常にタイトなため、『バブル』はメディアが生み出した幻想」であるという点でほぼ一致し、将来に向けての投資対象として不動産を「投資No.1」としています。以下に各パネリストの論点を纏めて掲載します。

パネリストは米国の不動産ビジネスの中心にいる人々で、中でもシカゴの不動産投資家 Sam Zell 氏は「墓場のダンサー」として日本でも良く知られた人物です。以下にパネリスト略歴と、米国不動産に対する見解を紹介します。モデレーターは Pillsbury Winthrop Shaw Pittman, LLP の Managing Director であるルイス・フェルドマン氏。

ブルース・カラッツ (Bruce Karatz)

NY 株式市場上場 (KBH)、フォーチュン 500 に入る KB Home 会長兼 CEO。同社はカリフォルニア、アリゾナ、ネバダ、ニューメキシコ、コロラド、テキサス、フロリダで過去 10 年間に 350,000 一戸建住宅を建設。フランスの子会社は同国最大の建築業者の 1 つ。KB Home の設立は 1957 年。カラッツ氏は 1972 年以来同社の発展に寄与。産業界、地域社会から彼の業績と社会貢献に対し多くの表彰を受けている。ボストン大学、南カリフォルニア大学法律大学院卒業。

KB Home の業績は順調で、人口増加、健全な米国経済に支えられている。米国の現下の不動産市況はドット・コム・ブーム下の株式市況とは違う。人々は借家から一戸建て住宅に

乗り換えており、供給が需要に追いつかない状況にある。現状で判断する限り、向こう長年に亘って住宅市場が「供給過剰」に陥るとは思われない。

カリフォルニア州で販売する KB Home の住宅は平均 50 万ドルで、購入者の 70% が固定利率のモーゲージを利用しており、一般に言われている、「フローター・金利のみ支払いのモーゲージが多用されている」という状況とは異なる。これらの購入者は「住む」ための購入で、投資用ではない。

カリフォルニア州の不動産価格上昇が注目されているが、カリフォルニア州には十分な売り物が無い。カリフォルニアの不動産市場も 1990 年代に困難を経験している。その理由は、一般の経済不況に加えて軍事基地の閉鎖、軍事予算カットで年収 10 万ドル以上の人々の多くが職を失ったという状況がある。もしこのような状況が再び生まれればカリフォルニアの不動産市況も下げに転じるかも知れないが、何がそのような状況を生み出すか、現状では思い浮かばない。

米国の住宅建築業者のトップ 10 社はフォーチュン 500 社に入っており、非常に健全なバランス・シートを持つ。彼らは、自分の会社も含め、潤沢な資金を背景に、新しい市場開拓に入っている。もともと住宅は一戸建てが基本で、特殊なケースとしてコンド等の集合住宅が生まれたが、いまは生活パターンの変化（片親の家庭、独身、等々）で、これらの「特殊市場」がコアのビジネスになりつつあり、大手建築業者もこの方面への進出を図っている。KB Home の好調な業績の裏にある最大の理由が移民である。彼らは米国に移民した後貯蓄に励み、潤沢な住宅融資市場から資金を借りて家を購入する。これらは投機目的の購入ではない。

今後最も有望な投資先はフロリダ、カリフォルニア、ラスベガスの不動産。

ラリー・ミゼル (Larry Mizel)

ニューヨーク株式市場上場 (MDC) の MDC ホールディングズ(株)の会長兼 CEO。コロラド州最大の建築業者だが、メリーランド、バージニア、ネバダ、アリゾナ、フロリダ、カリフォルニア、イリノイ、テキサス、フィラデルフィアの各州でも業務を展開する。年間の建設住宅数は約 14,000 戸で、主として低価格から中価格帯の住宅を得意とする。

ミゼル氏は 1972 年に MDC を設立。同社の会長を務める傍ら、OMNIBANKCORP の会長、不動産投資信託の Commercial Assets, Inc. の会長も歴任。Mizel 美術館を通じての美術教育を行う等、社会貢献も活発に行っている。

オクラホマ大学卒業、デンバー大学で弁護士資格を取得。

米国の不動産は個人が持つ資産の最大のもので、国民の 69% の家庭が持ち家に住む。低金利により現在の住宅取得難易度は最も低い水準にある。人々の夢は一戸建ての住宅に住む

ことであり、その夢を実現出来るか出来ないかは懐具合による。コンド、集合住宅の類は一戸建てを購入できないケースの代替需要、或いは、特殊な地域の需要である。

移民が住宅市場を支えていることに加え、「移民投資家」の役割も大きい。東海岸、西海岸では海外からの投資が高級住宅市場を支えている。

国民にとって不動産投資は各種の融資が受けられ、価格上昇が期待でき、市場の厚みがある最も優れた投資である。高年齢化でエンプティ・ネストに住む人々も巣立った子供達や友人と近くにいることを望んで住宅を購入している。

住宅産業に海外からの競争はない。中国の低賃金も、ドルのバリューの上下も無関係である。

有望な市場はコロラド州デンバーである。

バリー・スタンリヒト (Barry Sternlicht)

Starwood Hotels & Resort Worldwide, Inc. の会長兼 CEO。Starwood Capital Group (Private Equity Fund 運用。現在 7、8 番目のファンドを運用中) の社長兼 CEO。スターウッドは世界最大のホテル・娯楽会社の 1 つ。モダンな内装の「W」ホテル・チェーンを展開する一方、セント・リージス、ウェスティン、シェラトン等のチェーンも所有する。スタンリヒト氏は子供の糖尿病防止運動の一環として「Walk to Cure Diabetes」を主催する等のボランティア活動を行っている。

ハーバード MBA。

住宅バブルが盛んに言われる。カリフォルニアでは 60% 前後の住宅購入融資が「短期借入れ、金利のみ」という話だが (モダレーターより「直近では 85% だ」という指摘) これはこの地区の特殊性のような気がする。

住宅市場は(プラスの)パーフェクト・ストームの状況にある。不動産金融はかつて無いほど潤沢である。4 年間に亘って金利レベルは低く、不動産融資のスプレッドは縮小しており、昨年銀行が 1300 億ドルの商業不動産融資を行ない、それをモーゲージ債として投資家に販売している。モーゲージ市場の発達不動産市場の「融資」サイドの流動性を高めている。

「エクイティー」サイドではドルの安いことが外国からの資金を取り込んでいる。英国等からの国境のない大量の資金が住宅、商業ビル投資市場に流れ込んでいる。また、最近ではヘッジファンドも不動産エクイティーに投資を始めた。これらの潤沢な投資資金と融資資金がキャップ・レート (投資からの収入を購入資金で除したもの) の世界的な低下を生み出している。

自分が運用する REIT に対し、年金が 8% の IRR で投資してきている。これは 10 年前に彼らが不動産投資に求めていた利回りの半分程度である。

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Toyo Keizai Build.7F, 1-2-1 Nihonbashi Hongokucho, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021
TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100

賃貸住宅市況はここ数年スランプ状態にあった。その理由は多くの人々が低金利下で住宅購入に向かったからである。

今年1月の賃貸アパートの売上の45%がコンドへの転換目的だった。これを供給過剰に陥る兆候と見る向きがあるが、これは間違っている。レンタル物件の販売物件への転換は供給の増加を意味しない。

商品市況の値上がり率が建築費用の高騰を生み出している。鉄骨の価格はこの数年で3倍になっている。不動産の値上がりの裏に、建築費の高騰がある。

ビジネス・トラベルが回復し、ホテル事業は非常に好調。同一ホテルの今年の売り上げは昨年比10%以上伸びると思う。

自分のビジネスはリターンを上げることで、効率の悪いものから良いものへ乗り換えている。最近20億ドルで1400万Sq.Ftの小売スペースを処分し、一方、日本企業から7億ドルのホテルを購入し、10億ドルの不動産投資ファンドも組成している。日本のディールは、5%のキャップ・レート、83%借入れ、借入れ資金コスト2.25%である。

自分達は戸建住宅にも進出を図っており、老人向け住宅産業も有望と見ている。

米国の人口の増大は住宅市場を支える要因の一つである。

有望な投資先としては南カリフォルニアを挙げるが、サン・フランシスコ、フロリダも良い。ともかくハード・アセットを持つことである。

サム・ゼル (Sam Zell)

シカゴを本拠地とする Equity Group Investments, LLC 会長。同氏はその他多くの会社の会長、全米 REIT 協会会長、大学のアドバイザー・ボード会長等を務める。同氏は全米最大の不動産所有者と言われる。

ミシガン大学文学部卒業、同大学で弁護士資格取得。スキー、スカイダイビング、モーターサイクルが趣味。

「住宅バブル」というのは実態ではなく、メディアが生み出した幻想である。バブルとはクラッシュすることを意味するが、市場がクラッシュを起すには「供給過剰」が絶対条件である。現在「供給過剰」の状況には全く無く、供給不足が続いている。

(金利上昇で就業機会の伸び悩みが問題とされるが) 仕事がないという状況など存在しない。未だ嘗て「能力のある失業者」に会ったことなどない。好況のクリントン政権時代の失業率が5.6%で、今は5.2%である。雇用に問題などない。

全米で住宅価格の最も価格の高い10都市の内、1つがハワイ州にあり、残り9都市がカリフォルニア州にある。これは需給がタイトなため、需給が市場価格を決めるとするのは「経済入門第一章」である。カ州の住宅の需要・供給のアンバランスを無くすには、現在

申請されている住宅許可を全て認可すれば可能かも知れない。

賃貸アパートのビジネスは過去 3 年間不調だった。これは皆が持ち家を志向したからだ。2004 年に自分が貸しているアパートの住人のうち、8 万人が住宅を取得して出て行った。これらの人々はたとえ金利が上がってローンの支払いが増えても最後まで住宅は手放さない。別の節約を考える。

貸しアパートのコンドへの転換が増えているが、これは供給を増やすという意味合いにはならない。住宅の形態の変化だけである。この点は重要である。

今世界的に起きているのは休眠資産の Monetization である。原油価格の高騰はそれだけで巨額の「現金」を産油国に提供している。サウジ・アラビアは毎日昨年比 3 億 5000 万ドル増の金を投資しなくてはならない。豪州が最近日本と中国と締結した原油価格は 71% 上昇している。この現金が世界に流動性を付与している。これらの投資資金は再投資され、更なるリターンを生む。これは世界経済が拡大しこの流動性を吸収するまで続く。これが向こう 10 年は資金コストを下げ、従来のインフレ率プラス 3% だったものを、プラス 1.5% という具合に下げる。キャップ・レートも当面 6% 程度かも知れない。この巨額の資金が世界経済に与える影響は十分に理解されていない。

インフレーションに関して明らかに誤解がある。現在の CPI の構成要因の中の 42% が「住宅関連費用」であり、この部分が最近の「家賃」の低迷を反映している。しかし、現在建築コストは非常に上がっており、ここ数年で原油価格が 2 倍、鉄骨が 3 倍、セメントが 2 倍で、全体の建築コストはこの 1 年半で 30% 上昇している。明らかに CPI の「住宅関連」部分は実態を反映していない。米国民は CPI の数字が実態と異なり、ドルの購買力が落ちていることを肌で感じており、賢明にも不動産に投資している。

自分は不動産ビジネスに 40 年間いる。この 40 年の中で唯一有効に機能し続けている指標が「Replacement Cost」である。Replacement Cost を割り込んだ市況は回復する。現在のような建築資材の価格高騰で Replacement Cost が上昇している市況ではクラッシュは起きない。自分のビジネスでも、この建築コストの上昇で商業用ビルの新規建築は大幅に落ちている。1999 年に 125 百万 Sq.Ft を建築したが、一昨年は 23 百万 Sq.Ft、昨年は 15 百万 Sq.Ft でしかない。

年金基金が高いリターンを求めている。カ州のある大手年金では 1980 年には年金の掛け金収入のうち 10% が年金給付に回っていたが、今は 50% となっている。リターンを求める彼らから不動産投資がなされている。

米国のシニアは金を持っている。自分は米国最大の Senior Mobile Home と RV Park の所有者だが、これらを利用する 50 歳以上の人々は次世代に資産を相続する気はなく、人生を楽しんでいる。彼らの使う金は巨額であり、景気を下支えしている。

米国の住宅価格と世界の主要都市の住宅価格を比較して見ると、今のように価格が上がっ

た後でも米国の住宅が如何に安いかわかる。世界で一番住宅価格が高い都市のひとつがボンベイ (Mumbai) である。

向こう 24 ヶ月で最も有望な市場はニューヨークの高級不動産である。NY は世界の文化の交わる特殊な地位を築き、需給がタイトである。

以上

Axes Japan News Letter (No27)

<作成責任者>

アクシズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシズ・アメリカ LLC CEO 高橋芳徳
: 212-922-1795

e-mail : Info@axam.com

アクシズ・ジャパン証券株式会社 営業本部長 中島正雄
: 03-5200-5211 (代表)

e-mail : nakashima@axesjapan.com

当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。